[redacted] New York, le 24 mars 2019

– Rapport à l'AMF –

Gestion de l'Information Privilégiée chez Natixis & Soupçon de Délit d'Initié

Le 18 décembre 2018, Natixis a annoncé 260 M€ de pertes sur les activités de dérivés actions en Asie. Cette annonce a eu pour conséquence immédiate de faire chuter fortement le cours de l'action Natixis. L'existence de pertes anormalement élevées sur ces activités était cependant connue en interne depuis plusieurs mois.

L'objectif de ce rapport est de présenter à l'AMF un faisceau d'indices qui tend à montrer que cette information aurait dû être qualifiée d'Information Privilégiée bien avant le 18 décembre 2018, et qu'elle aurait donc dû être traitée en tant que telle.

La qualification de cette information est très importante car si l'AMF s'accordait à dire qu'il s'agissait effectivement d'une Information Privilégie dès le début du mois de novembre, les implications pour Natixis seraient particulièrement sérieuses. En effet, dans ce cas :

- Cela confirmerait que l'opération de vente d'actions Natixis par Pierre Debray le 14 novembre 2018 constitue un délit d'initié, comme le soupçonnent de nombreux employés de Natixis ;
- Cela signifierait que Natixis a failli à son obligation de rendre publique dès que possible une Information Privilégiée qui la concerne directement, ce qui constitue une infraction à son obligation d'information permanente ;
- Il conviendrait alors d'identifier et d'examiner les opérations sur titre Natixis réalisées par les employés de Natixis et BPCE qui avaient connaissance du problème mais qui, contrairement à M. Debray, n'étaient pas contraints de notifier l'AMF.

1. Chronologie des événements

Jeudi 8 novembre 2018 : Natixis annonce ses résultats pour le troisième trimestre, et mentionne simplement que « les dérivés actions ont connu une bonne dynamique d'activité, notamment en France, contrebalançant des conditions de marché peu favorables en Asie ».

Mercredi 14 novembre 2018 : Pierre Debray, Directeur des Risques de Natixis, procède à la vente de 32 292 actions Natixis à 5,127€ avec l'accord préalable de la direction de la Conformité qui considère qu'il ne détient pas d'Information Privilégiée. Il s'agit de titres reçus dans le cadre d'un plan d'attribution gratuite d'actions. L'opération est notifiée à l'AMF en application de la règlementation. Cette notification est établie sous la responsabilité de M. Debray et ne fait pas l'objet d'un contrôle de l'AMF.

Mardi 18 décembre 2018 : Communiqué de presse de Natixis une heure après la clôture annonçant la comptabilisation d'une perte de 260 M€ sur les activités de dérivés actions en Asie, qui inclut une provision de 160 M€. Cette perte est liée « à la dégradation des marchés asiatiques, dont il avait déjà été indiqué lors de la présentation des résultats du deuxième et du troisième trimestre qu'elle pesait négativement sur les activités de dérivés actions ».

Mercredi 19 décembre 2018 : le marché réagit très mal à ce profit warning et l'action Natixis chute de 6,3% sur la journée pour atteindre son niveau le plus bas depuis 2 ans, soit 4,17 € (2ème plus forte baisse du SBF120 ce jour-là).





Source: Bloomberg, company filings

Le graphique ci-dessus provient de l'article Bloomberg publié le 22 février 2019 :

https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-02-22/natixis-said-to-have-examined-executive-s-share-sale-before-loss

Cet article évoque les doutes de certaines personnes sur la robustesse des procédures de conformité de Natixis et les problèmes d'image que cela entraîne, puis il constate simplement que la position officielle de Natixis consiste à dire que l'opération de M. Debray n'enfreint aucune règle, sans donner plus d'explications sur les éléments permettant d'aboutir à une telle conclusion.

Mais cet article ne décrit aucune des informations qui étaient connues en interne aux alentours de mi-novembre, et qui sont essentielles pour déterminer si M. Debray détenait une Information Privilégiée lors de la cession de ses titres.

2. Position officielle de Natixis : l'information n'était pas une Information Privilégiée

Lorsque Natixis a su que j'avais fait une déclaration de soupçon de délit d'initié à la SEC le 18 février 2019, Natixis a immédiatement approché l'AMF pour présenter sa version des faits, que je décris ici.

Le vendredi 15 mars 2019, j'ai rencontré à New York Stéphane Morin, responsable mondial de la Conformité de Natixis, quelques jours avant qu'il prenne ses nouvelles fonctions comme responsable adjoint de la plateforme Amériques de la Banque de Grande Clientèle de Natixis. Dans ce nouveau poste basé à New York, M. Morin supervise la conformité, le juridique, les risques et les affaires réglementaires, et il rapporte à plusieurs personnes dont M. Debray. M. Morin a accepté de me rencontrer pour parler de l'opération de M. Debray pour laquelle il a donné son accord préalable. Il m'a expliqué que l'analyse de Natixis repose notamment sur les éléments suivants :

- La vente d'actions de M. Debray semble être motivée en premier lieu par un projet immobilier personnel.
- M. Debray avait exprimé son intention de céder ses titres depuis plusieurs mois et avait déjà essayé de les vendre en août 2018 alors qu'il était détenteur d'une Information Privilégiée (cession à BPCE d'une partie des activités de services financiers spécialisés de Natixis). La direction de la Conformité lui avait alors interdit de vendre et « il n'était pas content ».
- En tant que membre du Comité de direction générale, M. Debray est soumis à des fenêtres très restreintes pour effectuer des opérations sur le titre Natixis ; il a bien respecté ces fenêtres, obtenu l'accord préalable de la Conformité, et l'opération a été notifiée à l'AMF conformément à ce que prévoit la règlementation.

Malgré ces éléments relativement positifs, M. Debray avait évidemment l'obligation de s'abstenir de vendre s'il était détenteur d'une Information Privilégiée à la date du 14 novembre 2018. Le fait qu'il vende dans une fenêtre positive et qu'il notifie l'opération à l'AMF n'y change rien.

Personne ne semble désormais contester que M. Debray avait connaissance de l'existence de pertes importantes en Asie lors qu'il a vendu ses titres. Et pourtant, la direction de la Conformité de Natixis affirme que M. Debray « ne disposait, préalablement à cette vente, d'aucune information privilégiée ».

Ce n'est que depuis ma rencontre avec M. Morin que je comprends enfin comment Natixis justifie ce qui à mes yeux constitue une contradiction flagrante. **La position de Natixis sur ce point consiste à dire que la connaissance du problème relatif au portefeuille d'autocalls en Asie ne constituait pas une Information Privilégiée à la date du 14 novembre 2018**. Cette affirmation est pour le moins surprenante, en particulier pour les employés de Natixis qui avaient connaissance du problème à cette période.

Natixis considère que la naissance de l'Information Privilégiée n'est intervenue qu'aux alentours du 15 décembre 2018. D'après ce que je comprends, les discussions avec les Commissaires Aux Comptes début décembre ont conduit Natixis à comptabiliser une perte plus importante que prévu, et c'est seulement à ce moment-là que Natixis a estimé que le sujet méritait d'être qualifié d'Information Privilégiée.

Je conçois tout à fait que le chiffre de 260 M€ (« réduction des revenus » de 100 M€, et provision de 160 M€) communiqué le 18 décembre 2018 au marché n'était pas encore déterminé à la date du 14 novembre 2018, mais il est indéniable que de nombreuses personnes savaient déjà à mi-novembre que ce serait un montant anormalement élevé.

3. <u>Eléments indiquant qu'il s'agissait vraisemblablement d'une Information Privilégiée</u>

Il n'est pas évident de définir précisément un seuil de perte à partir duquel on est en présence d'une Information Privilégiée, et ce seuil varie bien entendu d'un émetteur à l'autre. Pour Natixis, personne ne conteste qu'une perte de 260 M€ constitue une Information Privilégiée. Il suffit d'observer la réaction du marché le 19 décembre 2018 pour s'en convaincre. A l'inverse, on peut citer en exemple un autre incident où Natixis a perdu entre 20 et 30 M$ sur les swaps de taux à New York en 2018, et on peut s'accorder pour dire qu'un tel montant ne constitue pas une Information Privilégiée pour Natixis, raison pour laquelle cette perte ne nécessitait pas de faire l'objet d'une communication financière spécifique. On peut donc dire que le seuil se trouve quelque part entre 30 M€ et 260 M€, et probablement plutôt dans la partie basse de cet intervalle.

3.1. Plusieurs éléments révèlent que l'on savait déjà qu'il s'agissait d'une situation très anormale

Une des explications avancées par Natixis est qu'à mi-novembre l'ampleur du problème n'était pas connue et que l'on pouvait raisonnablement considérer que ça faisait « partie de la vie des activités de marché ». Pour reprendre le même exemple, je comprends que l'on puisse faire ce type de commentaire pour la perte de 20-30 M$ sur les swaps de taux : il s'agit d'un incident où, une fois les causes identifiées, les procédures ont été renforcées, quelques personnes ont été licenciées, et l'activité a repris son cours normal.

Mais il était déjà évident début novembre que le problème sur le portefeuille d'autocalls en Asie était bien plus grave que le problème sur les swaps de taux. En effet :

- Le portefeuille d'autocalls perdait environ 10 M€ par semaine début novembre.
- Les pertes cumulées des mois précédents étaient déjà significatives (je ne connais pas le montant précis).
- Le portefeuille d'autocalls, dont la taille avait vraisemblablement atteint plus de 5 Md€, était très complexe à gérer en raison de la nature des produits et de l'inadéquation des modèles de valorisation et de gestion.
- Les équipes de la direction des Risques avaient lancé un projet de développement de modèle pour corriger certaines limites détectées plusieurs mois auparavant, mais ce projet qui devait aboutir fin septembre subissait des retards et n'a finalement été implémenté qu'à fin novembre. L'impact précis n'était peut-être pas connu à mi-novembre, mais on devait déjà savoir qu'il y aurait un impact.

- Les desks Asie étaient déjà sous interdiction de traiter de nouveaux d'autocalls depuis plusieurs semaines.
- Les portefeuilles d'autocalls avaient fait l'objet d'une revue entre août et octobre 2018. Je n'ai pas accès au rapport qui a été fait suite à cette revue, mais le management en avait vraisemblablement connaissance et je crois savoir que ce rapport recommandait d'arrêter de traiter certains types d'autocalls.

Questions :

- ***Quel était le montant de pertes du portefeuille d'autocalls en Asie sur les 10 premiers mois de 2018 ?***
- ***Quelles étaient les constats et recommandations de la revue de portefeuille d'autocalls réalisée entre août et octobre 2018 ?***

Compte tenu des éléments décrits ci-dessus, on peut s'interroger sur la communication financière de Natixis au 8 novembre 2018 qui se limitait à dire : « les dérivés actions ont connu une bonne dynamique d'activité, notamment en France, contrebalançant des conditions de marché peu favorables en Asie ».

L'article du 14 mars 2019 publié par Minoritaires.com corrobore certains des éléments que je décris :

http://www.minoritaires.com/delit-dinitie-langle-mort-du-profit-warning-chez-zodiac-et-natixis/

Note : L'article mentionne qu'une « réunion programmée le 15 novembre 2018, (le lendemain de la transaction), avec la Direction des activités de marché et le management aurait d'ailleurs permis d'avoir une idée plus précise des pertes ». D'après les informations dont je dispose, M. Debray aurait participé à cette réunion.

3.2. L'impact sur les bonus annoncés en février 2019 était connu depuis le 15 novembre 2018

J'ai entendu parler d'une importante perte de trading chez Equity Markets en Asie pour la première fois le 21 novembre 2018. Cette information m'a été communiquée par un collègue de New York qui avait assisté à une réunion le 15 novembre 2018 (soit le lendemain de l'opération de M. Debray) au cours de laquelle un manager a annoncé à son équipe que **la perte en Asie était tellement importante que les enveloppes de bonus seraient impactées de façon significative, même à New York**. Ma première réaction en entendant ça a été de dire « if this is true, this is MNPI » (MNPI signifie « Material Non-Public Information » et correspond à la notion d'Information Privilégiée).

Quelques mois plus tard, les bonus annoncés à New York en février 2019 étaient en forte baisse, conformément à ce qui avait été annoncé dès le 15 novembre 2018. Il est donc très difficile de croire que le management n'avait pas connaissance de l'ordre de grandeur du problème à mi-novembre, compte tenu de cette décision sur les bonus.

3.3. Une information cruciale mais particulièrement bien gardée : la maturité du portefeuille

La maturité du portefeuille est un secret très bien gardé et le management de Natixis au plus haut niveau refuse de partager cette information en expliquant que c'est une information extrêmement sensible qu'ils ne peuvent pas se permettre de divulguer car Natixis est une société cotée. Cela semble

aller à l'encontre de l'obligation de communication de l'information permanente des émetteurs, mais c'est le motif avancé pour garder l'information secrète aussi longtemps que possible.

La chronologie suivante illustre bien le fait que le management fait tout son possible pour que l'information relative à la maturité du portefeuille ne soit pas divulguée :

- Mercredi 19 décembre 2018 : à l'occasion du Comité d'établissement de Paris et Centres rattachés, les représentants du personnel posent de nombreuses questions au management concernant la perte communiquée la veille. A toutes les questions un peu précises sur la taille et la maturité du portefeuille d'autocalls en Asie, le management répond en proposant d'organiser une session spécifique pour partager ces informations plus tard, à mi-janvier, une fois qu'ils auront une vision claire de ces différents éléments. Mais cette session ne semble pas avoir eu lieu finalement.
- Jeudi 28 février 2019 : le management fait une présentation sur la situation de la BGC en Comité d'Entreprise. Aux mêmes questions portant sur les caractéristiques du portefeuille, le management répond qu'il n'était pas possible de répondre pour des raisons de confidentialité car il s'agit d'informations extrêmement sensibles, tout en précisant que « vous le saurez bientôt » et en disant qu'il y aurait plus de clarté « dans les 15 jours qui viennent ».
- Au 22 mars, soit plus de 15 jours plus tard, cette information sur la maturité du portefeuille est toujours un secret bien gardé.

La raison pour laquelle la maturité du portefeuille d'autocalls est une information cruciale est la suivante : lorsqu'on sait à mi-novembre que le portefeuille perd environ 10 M€ par semaine, il est peut-être possible de prétendre qu'on n'est pas en présence d'une Information Privilégiée si par exemple la maturité moyenne attendue est de l'ordre d'un ou deux mois. En revanche, si la maturité est plutôt de l'ordre de 5 ou 6 mois par exemple, il devient quasiment impossible de prétendre qu'il ne s'agit pas d'une Information Privilégiée, surtout si l'on a connaissance du montant total des pertes existantes à mi-novembre.

Les autocalls sont des produits qui ont au départ une maturité maximale (par exemple 5 ou 6 ans) et une maturité minimale (par exemple 6 mois). La maturité réelle est souvent assez courte et dépend du comportement des indices sous-jacents. La maturité qu'il convient de regarder pour estimer la durée de vie résiduelle moyenne du portefeuille est la maturité moyenne attendue, telle que calculée à mi-novembre par le modèle de valorisation qui est basé sur des simulations Monte Carlo.

Questions :

- ***A mi-novembre 2018, quelle était la maturité moyenne pondérée attendue du portefeuille d'autocalls en Asie, telle que calculée par le modèle de valorisation ?***
- ***Quelqu'un qui avait cette information et qui savait par ailleurs que le portefeuille perdait environ 10 M€ par semaine pouvait-il raisonnablement prétendre ne pas être en présence d'une Information Privilégiée ?***

4. Conséquences en cas de confirmation qu'il s'agissait bien d'une Information Privilégiée

Si l'AMF était amenée à considérer, comme de nombreux employés de Natixis, que la naissance de l'Information Privilégiée relative aux pertes en Asie est intervenue avant mi-novembre, une des conséquences serait de conclure que l'opération de M. Debray est un délit d'initié.

Il faudrait également s'interroger sur les éventuelles opérations sur titre Natixis réalisées par d'autres employés de Natixis et BPCE qui avaient connaissance du problème en Asie. A ce sujet, j'ai entendu dire que l'opération de M. Debray « est l'arbre qui cache la forêt » et que plusieurs autres personnes, y-compris à un haut niveau dans l'organisation du Groupe, auraient vendu leurs actions Natixis pendant la très longue période précédant le 18 décembre 2018 durant laquelle l'existence de pertes importantes en Asie était connue en interne. Je ne dispose pas de preuves pour étayer ce point, et il s'agit peut-être d'une simple rumeur. Mais cette éventualité semble particulièrement plausible compte tenu :

- de la longueur de cette période,
- des informations qui circulaient au sein de Natixis et au sein de BPCE durant cette période,
- du fait que peu de personnes sont soumises à l'obligation de notifier l'AMF,
- et du fait que de telles opérations peuvent facilement passer inaperçues en France où les processus de surveillance des opérations des employés par la Conformité sont moins robustes qu'aux Etats-Unis par exemple (aux Etats-Unis, il est quasiment impossible pour un employé de Natixis d'effectuer une opération sur quelque action que ce soit sans que la Conformité ne s'en aperçoive).

Une autre conséquence serait de conclure à la nécessité pour Natixis d'améliorer ses procédures de Conformité pour limiter les risques qu'un tel problème se reproduise à l'avenir. A ce sujet, le manque de transparence concernant le portefeuille d'autocalls est particulièrement intriguant, à tel point que certains soupçonnent désormais que le niveau attendu des pertes est en réalité plus élevé que les 260 M€ annoncés et que Natixis finira par communiquer au marché une nouvelle provision sur ce portefeuille d'autocalls. Mais en l'absence de plus d'information, notamment sur la maturité du portefeuille, il est très difficile de savoir si de tels soupçons sont fondés et de déterminer si l'on est en présence d'une nouvelle Information Privilégiée.

5. Auteur

Je m'appelle [redacted] et je travaille chez Natixis/BPCE depuis septembre 2001.

Je travaillais à New York depuis avril 2015 dans l'équipe Strategic Equity Transactions, mais j'ai été licencié de Natixis New York le 17 janvier 2019, peu de temps après avoir envoyé un email à M. Debray lui demandant s'il avait connaissance du problème en Asie au moment où il a vendu ses actions Natixis. Comme on ne m'a donné aucun motif lors de mon licenciement, j'ai demandé de façon très insistante s'il s'agissait de représailles liées à ma question à M. Debray. Le DRH de Natixis New York a fini par me répondre un mois et demi plus tard qu'il ne s'agissait pas de représailles, mais que mon licenciement était en fait lié à ma performance (je conteste ce dernier point, mais ce n'est pas un sujet que je développerai ici).

Malgré mon licenciement de Natixis New York, j'ai toujours un Contrat à Durée Indéterminée avec Natixis SA, ce qui me permet de réintégrer Natixis à Paris à partir du 8 avril 2019.

Le présent rapport est le résultat d'investigations que j'ai réalisées avec des moyens relativement limités, car je n'ai plus accès aux bureaux de Natixis ni aux systèmes internes depuis mon licenciement le 17 janvier 2019. La plupart des collègues qui acceptent de me donner des informations le font car ils sont scandalisés par l'opération de M. Debray. Comme ils sont conscients de la sensibilité du sujet et des risques encourus, ils sont très satisfaits de rester anonymes et de m'avoir comme porte-parole.

Je me suis efforcé d'exclure de ce rapport les informations qui ne me semblaient pas suffisamment fiables pour ne retenir que celles pour lesquelles j'ai un niveau de certitude suffisamment raisonnable. Si l'AMF décidait d'ouvrir une enquête, il lui serait facile, compte tenu de ses moyens d'investigation, de vérifier les faits que je décris et d'obtenir des réponses aux questions auxquelles Natixis ne souhaite pas répondre, en particulier sur la maturité du portefeuille.

J'ai fait savoir au management de Natixis que je ne partageais pas leurs conclusions et je leur ai fait part de certains éléments que je décris ici. Ils savent en particulier que j'estime que la maturité du portefeuille est une question cruciale. Ils s'attendent aussi probablement à ce que je communique mes soupçons à l'AMF car ils savent que je l'ai déjà fait auprès de la SEC et de la Fed. Je suppose donc qu'ils doivent désormais s'attendre à ce que l'AMF et/ou les régulateurs américains leur posent des questions complémentaires à un moment donné, si ce n'est pas déjà fait.

A partir du 8 avril 2019, je serai de retour à Paris et j'aurai à nouveau accès aux bureaux de Natixis et à certains systèmes. Il est donc possible que j'obtienne dans les mois qui viennent de nouvelles informations, et je pourrai en faire part à l'AMF si j'estime qu'elles sont pertinentes pour l'analyse de ce sujet.